

# **BØRSNOTERTE SELSKAPERS OPPLYSNINGSPLIKT**

Den løpende informasjonsplikten for selskaper børsnoterte på  
Oslo Børs

Kandidatnummer: 308

Veileder: Knut Bergo

Leveringsfrist: 25.11.2005 kl 12.00

Til sammen 13.580 ord

30.11.2005

# Innholdsfortegnelse

<b>1. INNLEDNING</b>	<b>1</b>
1.1 Om kapitalmarkedet.....	1
1.2 Problemstillinger og avgrensning.....	3
1.3 Kort om rettskildene på området.....	4
1.4 Den videre fremstillingen.....	5
<b>2. HVA MÅ DET INFORMERES OM?</b>	<b>6</b>
2.1 Generelt om informasjonsplikten.....	6
2.2 Hjemmelen for informasjonsplikten.....	7
2.2.1 Innsidehandel og informasjonsplikt skal vurderes sammen.....	8
2.2.2 Anvendelsesområdet.....	8
2.3 Informasjonspliktens konkrete innhold – børsforskriftens § 5-2.....	9
2.3.1 ”Uppfordret og umiddelbart”.....	10
2.3.2 ”Offentliggjøres”.....	11
2.3.3 ”Direkte angår selskapet”.....	13
2.4 Definisjonen av innsideinformasjon.....	15
2.4.1 Om innsideinformasjon.....	15
2.4.2 ”Opplysninger” som må være ”presise”.....	16
2.4.3 Merkbar kurspåvirkning.....	18
2.4.4 Ikke offentlig tilgjengelig eller allment kjent.....	23
<b>3. NÅR INNTREER INFORMASJONSPLIKTEN?</b>	<b>24</b>
3.1 Noen typiske hendelser.....	24
3.1.1 Budsjetter og estimer.....	24
3.1.2 Regnskapsopplysninger.....	27

3.1.3	Beslutninger fra selskapets organer.....	28
3.1.4	Særlig om fisjon, fusjon, avhendelse og oppkjøp (transaksjoner).....	29
3.1.5	Andre, særegne forhold.....	31
<b>3.2</b>	<b>Særlig om forhold som vokser frem over tid.....</b>	<b>32</b>
3.2.1.	Virkningen av informasjonen i forhold til totaliteten av utsteders virksomhet.....	34
3.2.2	Andre variabler knyttet til kursen og som kan påvirke denne.....	35
<b>3.3</b>	<b>Utsettelse av offentliggjøring på visse vilkår.....</b>	<b>38</b>
3.3.1	Legitime interesser.....	39
3.3.2	Allmennheten må ikke villedes.....	41
3.3.3	Opplysningene må kunne behandles konfidensielt.....	42
<b>4.</b>	<b>KONKLUSJON</b>	<b>44</b>
<b>5.</b>	<b>LITTERATURLISTE</b>	<b>45</b>

## **1 Innledning**

### **1.1 Om kapitalmarkedet**

For å kunne gjennomføre investeringer og finansiere nye prosjekter, må et selskap ofte hente inn mer kapital. Denne kan lånes, enten i en bank som et gjeldsbrevslån, byggelån mv, eller den kan lånes i det private markedet ved å utstede obligasjoner. Men ofte trenger en bedrift også mer egenkapital for å finansiere større investeringer uten å forringe soliditeten i bedriften og derved øke risikoen ved forretningsdriften. Slike kapitalutvidelser kaller vi gjerne emisjoner. Presist definert er den juridiske betydningen av ordet emisjon selskapets utstedelse av nye aksjer, men i dagligtalen og på finansspråket brukes gjerne uttrykket emisjon om hele prosessen fra tegningsinnbydelsen via tegningen og tildelingen, og helt frem til innbetalingen av den nye aksjekapitalen.

Det er vanlig å benevne kapitalinnhenting gjennom kapitalutvidelser som nevnt i forrige avsnitt ”primærmarkedet” for kapital. Fremgangsmåten blir at et selskap inviterer interesserte til å tegne nye aksjer i selskapet. Men ikke mange eksterne investorer ville vært interesserte i å binde opp pengene sine på ubestemt tid i en stor bedrift, uten sjanse til å kunne realisere verdiene innen kort tid dersom behovet for å trekke seg ut av investeringen skulle oppstå. Det er i denne sammenhengen en velfungerende økonomi er avhengig av et likvid sekundærmarked for verdipapirer. På en børs kan selv små investorer enkelt, raskt og rimelig kjøpe eller selge aksjer i de noterte selskapene. Uten dette organiserte sekundærmarkedet, et langt dårligere klima for investeringer fra allmennheten med dertil høyere pris på kapitalen pga mangel på risikovillig kapital og høyre krav til avkastning. En børs kan vi således lettest forklare som et organisert sekundærmarked med klare regler og retningslinjer for selskapene som er noterte der. Dette skaper trygghet for investorene som eier aksjer i disse bedriftene, som på en enkel og rimelig måte får oversikt over hva markedet er villig til å betale for aksjene fra minutt til minutt.

Imidlertid er det naturligvis ikke noe krav om at en aksjehandel må foregå over børs. Som i ikke-børsnoterte selskaper er det fritt frem for å avtale salg eller overdragelser av verdipapirer direkte mellom kjøper og selger. De børsnoterte selskapene er typisk langt mer likvide enn ikke-noterte selskaper. Dette gjør det lettere å handle i selskapets aksjer, og vil også føre til en mer korrekt prising av mindre aksjeposter. Blant en rekke andre vilkår stiller børsen langt større krav til åpenhet fra selskapet side enn det som er tilfellet for private aksjeselskaper. I denne oppgaven er det således børsens rolle som en "garantist" for at selskapene rettidig leverer fra seg relevant og riktig informasjon til markedet som analyseres.

Bakgrunnen for valget av oppgave er min interesse for aksjer og næringsliv gjennom mange år, herunder som aktiv trader på Oslo Børs gjennom et familieeid investeringsselskap siden 1998. Det har ikke vært vanskelig å legge merke til at det er store forskjeller fra selskap til selskap når det gjelder hvilken informasjon som blir presentert for markedet. Enkelte direktører prøver etter beste evne å "hausse opp" aksjekursen i eget selskap med fyldige og lekre kvartalsrapporter og hyppige presentasjoner for investorer og analytikere, samt svært positive børsmeldinger ved den minste utvikling i selskapets forretningsdrift. Hos andre selskaper kan det derimot virke som om man nærmest prøver å gjøre seg så anonym som mulig. Knappe og nøkterne børsmeldinger og kvartalsrapporter, samt laber interesse for å markedsføre eget selskap blant potensielle investorer er vel de mest vanlige fremgangsmåtene i så måte. Det kan være mange forklaringer på en slik ulik holdning til informasjon. Enkelte ledere har nok et belønningssystem som er avhengig av selskapets resultat eller børsutvikling, f.eks. gjennom opsjonsprogrammer eller bonusordninger. Andre selskaper er sterkt eierstyrte, og kanskje på en slik måte at en familie sitter med full kontroll og heller vil ha ligningsformuen redusert enn økt. Disse ulikhetene i informasjonsstrategi vakte uansett en sterk nysgjerrighet hos meg for å lære mer om reglene som ligger bak selskapenes informasjon til børsen.

## 1.2 Problemstillinger og avgrensning

Oppgavens hovedtittel er ”Børsnoterte selskapers opplysningsplikt”. Oppgaven vil imidlertid kun bli fokusert rundt en problematisering av de børsnoterte selskapenes løpende *informasjonsplikt* overfor markedet. Disse reglene er endret helt nylig. Jeg vil derfor ta for meg både hvilke endringer som er gjort i forhold til tidligere, samt forsøke å gi en oversikt over gjeldende rett etter de nye reglene. Den egentlige *opplysningsplikten* slik den defineres i juridisk teori, altså hva selskapene må utlevere av informasjon til selve børsen på direkte forespørsel fra denne, behandles således ikke.

Informasjonsplikten overfor markedet er todelt. For det første har man meget omfattende regler om hvilken informasjon som må meddeles markedet i form av prospekter når et selskap børsnoteres og ved andre hendelser som f.eks. emisjoner, fusjoner og fisjoner. Man har også detaljerte krav om hvilken informasjon som regelmessig skal meldes i form av kvartalsregneskap, årsrapporter mv. Men i tillegg til dette har man også informasjonsplikt for visse hendelser som inntreffer under den løpende driften. Hovedtyngden av oppgaven vil således ligge på en drøftelse av denne løpende informasjonsplikten, og jeg vil først og fremst forsøke å belyse når informasjonsplikten inntreffer, de unntak som finnes og hvilken informasjon som omfattes.

Utgangspunktet for drøftelsen er reglene som gjelder for selskaper på Oslo Børs. Reglene som drøftes gjelder imidlertid for alle utstedere av finansielle instrumenter. Finansielle instrumenter er definert i verdipapirhandelloven § 1-2 andre ledd:

*Med finansielle instrumenter menes:*

- 1. omsettelige verdipapirer,*
- 2. verdipapirfondsandeler,*
- 3. pengemarkedsinstrumenter,*
- 4. finansielle terminkontrakter, herunder tilsvarende finansielle instrumenter med kontant*

*oppgjør,*

*5. fremtidige renteavtaler (FRA),*

*6. rente- og valutabytteavtale samt bytteavtale knyttet til aksjer og aksjeindeks,*

*7. opsjoner på kjøp eller salg av ethvert instrument som nevnt i punkt 1 til 6, herunder indeksopsjoner, valuta- og renteopsjoner samt tilsvarende instrumenter med kontant oppgjør, eller*

*8. varederivater.*

*Med omsettelige verdipapirer menes:*

*1. aksjer og andre verdipapirer som kan sidestilles med aksjer,*

*2. obligasjoner og andre gjeldsinstrumenter som kan omsettes på lånemarkedet,*

*3. alle andre verdipapirer som normalt omsettes og som gir rett til å erverve ethvert slikt omsettelig verdipapir ved tegning eller ombytting, eller som gir rett til et kontantoppgjør.*

*Med varederivater menes finansielle termin, opsjons- eller byttekontrakter knyttet til varer eller tjenester. En derivatkontrakt som er gjenstand for omsetning på børs eller autorisert markedsplass regnes alltid som finansiell.*

Jeg velger å avgrense oppgaven mot en drøftelse av alle disse typene av finansielle instrumenter, og konsentrerer meg kun om informasjonsplikten for børsnoterte selskapers aksjer. Obligasjoner, derivater mv drøftes således ikke.

### **1.3 Kort om rettskildene på området**

Oppgaven er skrevet med bakgrunn i Lov 17.11.2000 nr 80 om børsvirksomhet mm (børsloven eller børs1) § 5-7, som nylig er endret for å implementere EUs markedsmisbruksdirektiv (MAD). Disse endringene trådte i kraft 1. september 2005. De sentrale bestemmelser for å utfylle børslovens § 5-7, er børsforskriften av 2.1.1994 som er

endret med virkning fra 1. september 2005, samt Lov om verdipapirhandel av 19.6.1997 nr 79 (verdipapirhandelloven eller vphl) som også er vesentlig forandret fra samme dato. For å tolke og utfylle reglene i forskriften og verdipapirhandelloven benyttes også forarbeider, børssirkulærer utgitt av Oslo Børs, uttalelser fra Kredittilsynet, juridisk litteratur samt rettspraksis i form av vedtak fra Børsklagenemnda.

Av juridisk teori vil jeg særlig henviser til Knut Bergos *Børs og Verdipapirrett* (Bergo 2002), samt til artikler av Marius Ryel og Cecilie Østensen i Tidsskrift for forretningsjuss (Tff). Jeg har også benyttet meg av Rune Sæbøs bok *Innsidehandel med verdipapirer* (Sæbø 1996). Ettersom lovverket er helt nytt på området, er de nye reglene ennå ikke systematisk behandlet i juridisk teori. Jeg har derfor i stor grad måttet basere meg på forarbeidene til det nye lovverket, Ot. prp nr 12 (2004-2005) *Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet mv.)*, for å avgjøre hvilke felter av det gamle regelverket man har tenkt videreført og hva som er helt nytt.

For en fullstendig oversikt over alle benyttede kilder henviser jeg forøvrig til litteraturlisten.

## **1.4 Den videre fremstillingen**

Drøftelsen vil videre bli lagt opp slik at jeg starter med en gjennomgang av informasjonsplikten innhold, det vil si hva man må opplyse om. Deretter drøfter jeg når informasjonsplikten inntreffer, med særlig vekt på situasjoner som vokser frem etter hvert. Sentralt i denne fremstillingen blir unntaksreglene, altså hvilke kriterier som må være oppfylt for å kunne holde tilbake ellers meldepliktig informasjon.



## **2 Hva må det informeres om?**

### **2.1 Generelt om informasjonsplikten**

Informasjonsplikten for børsnoterte selskaper må ses i sammenheng med forbudet mot ulovlig innsidehandel slik dette er definert i verdipapirhandelloven. Det vil alltid være noen som sitter på mer informasjon om selskapet enn den vanlige investor, det være seg administrativt ansatte, styremedlemmer eller innleide konsulenter og rådgivere mv. Disse hadde etter den gamle vphl § 2-1 ikke anledning til å tegne, kjøpe eller selge aksjer i selskapet dersom man satt på informasjon som var egnet til å påvirke kursen og som ikke var offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet. Bakgrunnen for at det må være slik, er hensynet til likebehandling av aksjonærer og tilliten i markedet. Det vil være helt ødeleggende for den generelle tilliten hos investorene dersom man til stadighet opplevde at mange personer satt på ukjent informasjon og dermed kunne posisjonere seg i forkant. Et forbud mot innsidehandel er således ansett som vesentlig for et velfungerende sekundærmarked. De nærmere reglene om hvordan innsideinformasjon skal behandles internt i selskapet for å unngå misbruk samt registrering av innsidere, vil ikke bli gjennomgått i denne oppgaven.

Det er børsstyret som passer på informasjonsreglene blir fulgt. Vedtak i børsstyret kan påklages til børsklagenemnda. Endelig vedtak i nemnda kan i prinsippet bringes inn for vanlige domstoler, men dette har aldri skjedd. Sanksjonssystemet mv i børsforskriftens kapittel 25 blir ikke behandlet i denne fremstillingen. Man hadde tidligere atskilte regler for hva som skulle offentliggjøres med hjemmel i informasjonsplikten, og hva som var innsideinformasjon som medførte handelsforbud. Dette skapte mye diskusjon og vanskelige avgrensninger omkring tolkningen av informasjonsplikten versus tolkningen av reglene for innsidehandel. Slike problemstillinger bør det bli mindre av, da reglene i høst er forsøkt harmonisert gjennom endringer både i verdipapirhandelloven, børsloven og børsforskriften. Jeg vil behandle dette grundig nedenfor.

## 2.2 Hjemmelen for informasjonsplikten

Hjemmel for de børsnoterte selskaperes opplysningsplikt er fremdeles Lov 17.11.2000 nr 80 om børsvirksomhet mm (børsloven) § 5-7, som etter lovendringen 1. september dette år lyder slik:

### *§ 5-7. Opplysningsplikt for utstedere*

*Etter nærmere regler fastsatt av departementet skal utstederen av finansielle instrumenter som er eller søkes børsnotert offentliggjøre opplysninger av betydning for en riktig vurdering av instrumentene. Opplysningene skal sendes til den børs der de finansielle instrumentene er eller søkes notert, med mindre Kredittilsynet bestemmer noe annet.*

*Børs kan kreve at utsteder av finansielle instrumenter som er eller søkes børsnotert, utstederes tillitsvalgte og ansatte uten hinder av taushetsplikt gir børsen de opplysninger som er nødvendig for at børsen skal kunne oppfylle sine lovbestemte plikter.*

Den viktigste endringen fra tidligere, er at opplysningsplikten nå begynner å løpe allerede ved søknad om børsnotering. Tidligere hjemlet paragrafen en opplysningsplikt overfor børs der verdipapirene er notert, mens man nå er opplysningspliktig allerede fra søknadstidspunktet.

Børslovens § 5-7 er altså hjemmelsgrunnlaget. De materielle reglene finner vi fremdeles i børsforskriften kapittel 5, jfr kap 23. Børsforskriftens kapittel 5 er vesentlig endret med virkning fra 1. september 2005, og jeg vil først gjøre rede for det som er nytt her.

### 2.2.1 Innsidehandel og informasjonsplikt skal vurderes sammen

Før lov- og forskriftsendringene som kom nå i høst, hadde vi som nevnt to parallelle systemer for informasjonsplikt og forbud mot innsidehandel. Informasjonsplikts materielle bestemmelser var nedfelt i børsforskriftens kapittel fem, som skilte seg fra reglene om innsideinformasjon i vphl §§ 2-1 flg. Fra 1. september er den gamle forskriftens § 5-1 og §5-2 helt endret, og de gamle §§ 5-3 til 5-6 opphevet. Oslo Børs tar imidlertid sikte på å videreføre noen av de konkrete reglene som var spesifisert i disse paragrafene, mest trolig gjennom handelsvilkårene. Blant annet er det planen å ta inn regler tilsvarende gamle børsf § 5-3 om informasjonsplikt ved erverv, kravet om oversendelse av vedtak i selskapets beslutningsorganer etter gamle børsf § 5-2 annet ledd jfr § 5-5, samt plikten til å sende børsen og offentliggjøre alle meldinger som sendes aksjonærene. Dette er i skrivende stund ikke gjort. Da jeg antar at reglene fortsatt vil være relevante, velger jeg likevel å komme nærmere inn på dem nedenfor under drøftelsen av informasjonsplikts konkrete innhold.

### 2.2.2 Anvendelsesområdet

Den nye børsf § 5-1 inneholder nå bare en enkelt setning om at børsf kapittel 5 får anvendelse for ”*selskaper hvis aksjer er eller er søkt notert på børs.*”

Dette samsvarer godt med børslovens § 5-7, opplysningsplikten gjelder nå fra det tidspunkt søknad om opptak sendes. Selskapet som søker opptak vil få en egen tickerkode og tilgang til børsens meldesystem fra dagen etter at søknaden er mottatt av børsen (Børssirkulære 3/2005 side 4). Man får dermed den situasjonen at selskapet må varsle børsen om at en søknad er under utarbeidelse, slik at børsen får gjort de nødvendige forberedelser rent praktisk.

I tillegg til den løpende informasjonsplikten er det flere andre forhold man må være oppmerksom på er informasjonspliktige når man søker om børsnotering. Blant annet gjelder dette tegningsresultatet ved en eventuell emisjon (ibid side 4).

## 2.3 Informasjonsplikts konkrete innhold – børsforskriftens § 5-2

Jeg går nå over til å se på opplysningsplikts innhold, og vil særlig prøve å ta for meg ordlyden i de ulike reglene for å avklare gjeldende rett etter de nye reglene. Jeg starter imidlertid med en rask gjennomgang av det gamle regelverket.

Etter den gamle hovedregelen om opplysningsplikt var det avgjørende momentet etter børsforskriftens § 5-2 første ledd om det forelå

*”opplysninger (...) som må antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer.”*

Etter denne regelen måtte man gjøre en todelt vurdering: For det første måtte man drøfte om det forelå en opplysning som objektivt sett kunne føre til en ikke uvesentlig kursendring (uavhengig av om slik kursendring faktisk fant sted), og i tillegg måtte man drøfte sannsynlighetskravet for om opplysningen skulle ha denne effekten (Bergo side 102-103).

Den nye hovedregelen for børsnoterte selskapers opplysningsplikt finner vi fremdeles i børsforskriftens § 5-2 første ledd, men denne viser nå direkte til forbudet mot innsidehandel og lyder slik:

*Informasjonsplikts innhold*

*Selskapet skal uoppfordret og umiddelbart offentliggjøre innsideinformasjon som direkte angår selskapet, jf. verdipapirhandelloven § 2-2 første til tredje ledd.*

Jeg vil i det følgende drøfte hva som ligger i ”uoppfordret og umiddelbart” (pkt 2.3.1) ”offentliggjøre” (pkt 2.3.2) og som ”direkte gjelder selskapet” (pkt 2.3.3). Definisjonen av innsideinformasjon tar jeg for meg i pkt 2.4.

### 2.3.1 "Uoppfordret og umiddelbart"

Etter børsforskriftens § 5-2 første ledd er kravet til offentliggjøringen at denne skjer "uoppfordret og umiddelbart". I markedsmisbruksdirektivet brukes ordlyden "as soon as possible", men her valgte lovgiver å videreføre gjeldende norsk rett på området, altså en relativt streng praksis. "Umiddelbart" må som utgangspunkt tolkes strengt etter ordlyden, slik at selskapet i børsens åpningstid må melde fra til børsen med en gang situasjonen oppstår eller blir oppdaget. Det blir forutsatt at selskapene har de nødvendige rutiner og ressurser som skal til for å kunne håndtere en slik rask offentliggjøring, og kun noen minutters nødvendig utsettelse for å få formulert selve pressemeldingen kan godtas som forsinkelse (Bergo side 121).

Det finnes en lang rekke nyere eksempler som kan illustrere konkret hva som ligger i begrepet umiddelbart. I børsstyrets sak 39/2005 (PhotoCure) hadde ledelsen i selskapet informasjon om et forhold fra morgenen av, men maktet ikke å få ut børsmelding i tide. Saken var her at PhotoCure (PHO) var i dialog med det amerikanske Food- and Drug Administration (FDA) for å få godkjent en ny behandlingsmåte for hudkreft. FDA konkluderte med at det foreløpig ikke forelå tilstrekkelig dokumentasjon, og PHO fikk dermed ikke godkjent sitt produkt. Avslaget hadde blitt sendt på faks til PHO sitt kontor i Norge natt til 3. desember 2004 (norsk tid). PHO sendte imidlertid ikke ut børsmelding om forholdet før kl 11.23 samme dag, med andre ord 1 time og 23 minutter etter børsåpning. Børsstyret uttalte her at "selskapets informasjonsplikt inntreffer straks selskapet har eller burde ha fått kunnskap om det informasjonspliktige forholdet. Når det gjelder opplysninger som selskapet mottar pr. post, faks, epost eller lignende, må det forutsettes at et børsnotert selskap både har rutiner og prosedyrer for at slik korrespondanse fanges opp og gjennomgås så snart som mulig etter at den er mottatt." Særlig er det her viktig å merke seg at informasjonsplikten inntreffer så snart selskapet burde ha fått kunnskap om et forhold. Hensynet bak dette er å unngå omgåelse av regelverket. Mangelfulle rutiner mv er således ikke en akseptabel unnskyldning for at forholdet ikke blir oppdaget og dermed offentliggjort umiddelbart.

### 2.3.2 "Offentliggjøres"

Det følger av børsforskriften § 5-2 andre ledd at informasjonen som skal offentliggjøres skal sendes skriftlig til børsen. Etter børsforskriftens § 23-3 første ledd anses offentliggjøring å ha skjedd når skriftlig melding er mottatt av børsen og distribuert i børsens informasjonssystem. I praksis bruker Oslo Børs nå kun elektroniske meldinger med elektroniske vedlegg. Det heter videre i første ledd at "børsen kan la et representativt sammendrag av opplysningene distribueres i informasjonssystemet". Dette er etter børssirkulære nr 3/2002 den obligatoriske fremgangsmåten, også ved omfattende meldinger, regnskapstall mv. Bakgrunnen er at det skal være raskt å laste ned og få lest gjennom hovedpunktene i meldingen, slik at investorene i størst mulig grad skal ha lik tilgang til vesentlig informasjon. Børsen har likevel hjemmel for å godta andre distribusjonsmåter dersom markedet er sikret lik tilgang til informasjonen og opplysningene senest samtidig sendes til børsen, jfr § 23-2 andre ledd.

Reglene om at informasjonen først skal sendes som en melding til børsen som i sin tur offentliggjør den, har vært vanlig norsk praksis som man har valgt å videreføre også etter forskriftsendringen. Markedsmisbruksdirektivet stiller på sin side kun opp et krav om at informasjonen skal offentliggjøres på en slik måte at alle får tilgang til den samtidig. Man kunne således tenke seg at det var nok å sende ut en pressemelding om vesentlige forhold, og så måtte investorene sikre at de fikk denne umiddelbart, f eks gjennom en abonnementsordning eller lignende. De lege ferenda synes imidlertid jeg personlig at de norske reglene er enkle og gode på dette området. Ved å sikre at alle meldinger passerer gjennom ett system, er det nok for investorer å følge med på dette ene for å sikre seg lik tilgang til all informasjon. Særlig på Oslo Børs, som i perioder har hatt rykte på seg for å være en "ryktebørs" og en tumbleplass for innsidere, synes jeg det er det beste løsningen når man kan forholde seg til ett spesifikt system som er kontrollert av børsen selv.

Departementet skriver blant annet i Ot. prp. nr 12 (2004/05) side 54 at ordningen synes vel innarbeidet i det norske markedet, noe jeg må si meg enig i. Et annet argument for samme løsning er de reduserte kostnadene for investorene ved at alle meldinger først blir

registrerte på børsen. Tilgang til meldingene på Oslo Børs er f eks gratis via det nettbaserte meldingssystemet Newsweb.

Nytt etter 1. september 2005 er forøvrig reglene i børsforskriftens § 5-2 andre ledd om at all informasjon som blir sendt ut som børsmelding, også skal være tilgjengelig på selskapets internettside etter at offentliggjøring gjennom børsens meldingssystem har skjedd.

Etter børsforskriftens § 23-3 skal informasjon som offentliggjøres utenfor børsens åpningstid skje på en betryggende måte, og slik at alle får tilgang til informasjonen samtidig. Selv om informasjonen blir offentliggjort utenom åpningstid, skal man uansett sende informasjonen til børsen etter reglene i § 23-2, tidsfristen her er innen åpningstid neste dag. Norske utstedere skal etter § 23-5 gi opplysningene på norsk. Utenlandske utstedere kan benytte engelsk, dansk eller svensk. Oslo Børs har imidlertid i børs sirkulære nr 3/2000 oppfordret utstederne til alltid å bruke engelsk i tillegg, dette for å gjøre informasjonen lettere tilgjengelig for utenlandske investorer.

Det følger videre av børsforskriftens § 5-2 tredje ledd at selskapet ikke må *”kombinere offentliggjøring av opplysninger som nevnt i første ledd med sin markedsføring på en måte som er egnet til å villede.”* Informasjonen som sendes til markedet må således holdes klart adskilt fra reklame, profilering og annen markedsføring som kan villedde investorene.

Av § 5-2 fjerde ledd følger det også at *”opplysninger som skal meddeles til eller offentliggjøres ved andre børser eller autoriserte markedsplasser hvor selskapets aksjer er notert, skal sendes børsen skriftlig for offentliggjøring i henhold til § 23-2 senest samtidig med at melding sendes til annen børs eller opplysningene offentliggjøres på annen måte.”*

Regelen er den samme som før forskriftsendringen, og er naturligvis begrunnet med ønsket om likest mulig informasjon til aktører som handler i ulike markeder. Kravet er at informasjonen skal sendes børsen samtidig, ikke at offentliggjøringen trenger om å være

det. Ettersom børser i forskjellige land har ulike retningslinjer for når informasjon må sendes til markedet, kan man tenke seg at noen investorer kan bli forvirret over at børsmelding kommer ut på et tidligere tidspunkt i prosessen etter ett lands regler enn et annet. Dette problemet kan vel likevel unngås dersom selskapet forsøker å være så presis som mulig med tanke på hva som er det konkrete innholdet i meldingen. Reglene er uansett helt klare i Norge: Er selskapet registrert på norsk børs, er det de norske reglene som skal følges, uansett om melding ikke er påkrevd eller informasjonsplikt ikke har inntruffet etter utenlandske lover og regler.

### 2.3.3 "Direkte angår selskapet"

Det fremgår også av ordlyden i børsforskriftens § 5-2 at det bare er innsideinformasjon som "direkte angår selskapet" man er pliktig til å opplyse om. I mange situasjoner har man det tilfellet at det er selskapet selv som i større eller mindre grad er ansvarlig for at situasjonen har oppstått, eller situasjonen rammer bare dette ene selskapet. I så fall er man klart innenfor ordlyden "direkte angår selskapet".

Spørsmålet blir så hva som gjelder for endringer i selskapets situasjon som ikke er spesifikke for den enkelte bedriften. Det er i utgangspunktet ingen tvil om at slike forhold kan ramme et selskap hardt, og av den grunn klart være innsideinformasjon, jfr drøftelse om dette i pkt 2.4. Oslo Børs uttaler om disse generelle hendelsene at det må foretas en avgrensning mot forhold som har implikasjoner for en hel bransje generelt, og at innsideinformasjon av generell karakter faller utenfor informasjonsplikten etter børsforskriftens § 5-2 (børssirkulære 3/2005 side 8). Vanlige eksempler kan f.eks. være renteendringer, endring i valutakurser, råvarepriser eller lignende. Det må etter dette synet være opp til den enkelte investor å holde seg oppdatert på tilgjengelig informasjon om de ulike markedene, og gjøre sine disposisjoner deretter. Unntak kan likevel tenkes, blant annet har man etter børssirkulære nr 4/2003 alltid meldeplikt for å rette opp feil i informasjon som tidligere er meddelt markedet. Dette vil f.eks. være tilfelle dersom man har offentliggjort budsjetter, estimer, eller andre betraktninger om selskapets fremtidsutsikter, jfr nedenfor i avsnitt 3.1.



En slik forståelse av hva som direkte angår selskapet som Oslo Børs forfekter, nemlig at det må være selve forholdet som ”direkte angår” selskapet, har etter mitt skjønn gode grunner for seg. Typisk markedsspesifikke forhold som her er omtalt vil ramme alle andre bedrifter i samme bransje i like sterk grad, og vil være påregnelige følger for investorer og analytikere som sitter tett på markedet. En nedgang i oljeprisen vil f.eks. være positivt for transportsektoren, men negativt for oljebransjen. Det må likevel nevnes at en slik forståelse av hva som direkte angår selskapet ikke har videre støtte i ordlyden. Etter børsforskriftens § 5-2 første ledd er det innsideinformasjon som direkte angår selskapet som skal offentliggjøres. Innsideinformasjon knytter seg ikke til selve hendelsen som sådan, men til følgene av hendelsen. Etter en slik forståelse blir også mer generelle forhold klart informasjonspliktige. Enn så lenge har praksisen på området vært i tråd med retningslinjene utgitt av Oslo Børs, men jeg utelukker ikke at endringer kan tvinge seg frem på dette feltet.

Uansett hvilket syn man har på spørsmålet ovenfor, er det uomtvistet at også situasjoner som ligger utenfor selskapets kontrollsfære kan tenkes å være innsideinformasjon som ”direkte angår” selskapet og dermed er informasjonspliktig. Oslo Børs tenker seg som et eksempel at et konkurrerende selskap har mottatt en konsesjon (Børssirkulære 3/2005 s. 8). Det sier seg selv at det vil ha stor betydning for de etablerte selskapene dersom det gis flere tillatelser til å drive virksomhet i et bestemt marked. Dette er således et eksempel på situasjoner der hendelser som inntreffer ett selskap og direkte vil gjelde andre selskaper. Sæbø drøfter tilknytningskravet i forhold til en eldre utgave av verdipapirhandelloven, og karakteriserer sondringen mellom generelle og mer markedsspesifikke forhold som ”problematisk” (Sæbø side 490-492). Ved anbudskonkurranser vil for eksempel en offentliggjørelse av hvem som får kontrakten samtidig være en opplysning om hvem som ikke fikk den. Etter hans mening burde grensedragningen mellom selskapsinformasjon og markedsinformasjon helt og holdent bero på om opplysningene både formelt og reelt var av generell karakter (ibid. side 492). Denne problemstillingen har nok likevel større betydning for drøftelsen av innsidehandel, og jeg går derfor ikke nærmere inn på dette her.

## 2.4 Definisjonen av innsideinformasjon

Det følger av børsforskriftens § 5-2 at det er ”innsideinformasjon” som skal offentliggjøres. Forskriftens § 5-2 viser til verdipapirhandelloven § 2-2 første til tredje ledd, der innsideinformasjon er definert som følger i første ledd:

*Med innsideinformasjon menes presise opplysninger om de finansielle instrumentene, utstederen av disse eller andre forhold som er egnet til å påvirke kursen på de finansielle instrumentene eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbart, og som ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent i markedet.*

Dette danner således det nye utgangspunktet for selskapets opplysningsplikt, og må vel forstås som en innskjerping av opplysningsplikten i forhold til tidligere regler. Etter børsforskriftens § 5-3 kan man likevel utsette offentliggjøring av innsideinformasjon ”for ikke å skade sine legitime interesser.” Hva som ligger i dette skal jeg komme tilbake til nedenfor i punkt 3.3. Det første som må drøftes etter de nye reglene er imidlertid hva som ligger i begrepet innsideinformasjon.

### 2.4.1 Om innsideinformasjon.

Selv om definisjonen av innsideinformasjon i vphl § 2-2 er endret i forhold til tidligere regler, følger det av forarbeidene at man ikke har ønsket å gjøre noen realitetsendringer i forhold til tidligere praksis selv om ordlyden nå er en annen (Ot. prp. nr 12 (2004-2005) s 27-28.):

*Etter en helhetsvurdering mener departementet at en mest mulig fullstendig gjennomføring basert på direktivets ordbruk er å foretrekke fremfor å videreføre dagens bestemmelser i den språkdrakt de nå har. Det vises til at en slik løsning vil sikre gjennomføring av de mer detaljerte reglene i det utfyllende direktivet, samtidig som den innebærer enkelte prosessøkonomiske fordeler og letter tilgjengeligheten for utenlandske investorer. Videre vil en slik løsning bidra til en større grad av*

*klarhet for omfanget av utstederselskapenes informasjonsplikt, jf. nærmere omtale i kapittel 9. Etter departementets vurdering innebærer ikke en slik løsning noen materiell endring i det norske innsidehandelforbudet. Det vises til lovforslaget § 2–2 og § 2–3.*

Allerede denne forutsetningen om at ordlyden i loven kan endres uten at det medfører noen form for realitetsendringer, er etter mitt syn temmelig problematisk. Som kjent danner lovens ordlyd det klare utgangspunktet for hvordan en rettsregel skal forstås. I de tilfeller der tidligere praksis ikke er i overensstemmelse med ordlyden finner jeg det derfor naturlig at ordlyden må gå foran. Som jeg vil komme tilbake til nedenfor i del tre, kan man nok likevel finne mye verdifull hjelp i tidligere praksis der den nye ordlyden er romslig og den konkrete tolkningen må overlates til rettspraksis.

I det følgende vil jeg imidlertid drøfte de ulike kumulative vilkår som vphl § 2-2 oppstiller for at det skal kunne bli snakk om innsideinformasjon:

#### 2.4.2 "Opplysninger" som må være "presise"

Det første kriteriet som må oppfylles for at vi skal kunne snakke om innsideinformasjon, er at det dreier seg om "presise opplysninger". Hva som menes med dette er nærmere definert i vphl § 2-2 andre ledd:

*Med presise opplysninger, menes opplysninger som indikerer at en eller flere omstendigheter eller begivenheter har inntruffet eller med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe og som er tilstrekkelig spesifikke for å trekke en slutning om den mulige påvirkningen av disse omstendighetene eller begivenhetene på kursen til de finansielle instrumentene eller de tilknyttede finansielle instrumentene.*

Markedsmisbruksdirektivet som den nye loven implementerer, bruker betegnelsen "information of a precise nature" som et vilkår for at det skal foreligge innsideinformasjon.

Løse rykter, spekulasjoner, mer eller mindre velbegrunnede antagelser eller lignende blir ikke regnet for presise opplysninger, og danner således ikke grunnlag for å si at det foreligger innsideinformasjon (Ot. prp. nr 29 (1996-1997) s 26). Marius Ryel har i en artikkel uttalt at man med opplysninger må forstå ”konkrete og faktiske forhold”. (Ryel i Tidsskrift for forretningsjus 1996 side 31). Loven bruker selv betegnelsen ”med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe” som den direkte avgrensningen mot løse rykter og spekulasjoner. Hva som konkret ligger i ”med rimelig grunn kan ventes å ville inntreffe” er ikke godt å si. Den naturlige forståelsen av ordlyden vil etter mitt syn være at det foreligger en realistisk mulighet for at hendelsen vil inntreffe. Den trenger således ikke om å være det mest sannsynlige resultatet, men må heller ikke fremstå som urealistisk. Forarbeidene har ingen ytterligere drøftelse av grensen nedover mot rykter, og løsningen må derfor overlates til rettspraksis. Oslo Børs forutsetter på sin side at det må være selskapet selv som best foretar vurderingen om noe med ”rimelig grunn” kan forventes å inntreffe eller om det kun er snakk om løse rykter (Børssirkulære 3/2005 side 7).

Etter amerikansk rett er problemet med å sondre mellom opplysninger og rykter løst noe annerledes. Her har man valgt å legge vesentlig vekt på hvordan informasjonen mottas for å slå fast om det er snakk om rykter eller opplysninger. Måten kunnskapen tilegnes på spiller med andre ord en avgjørende rolle for vurderingen. I engelsk teori er det i denne sammenheng lagt mye mer vekt på om en investor forsvarlig kan innrette seg på om informasjonen er korrekt for å fastslå om det er presis informasjon eller bare rykter. Tilsvarende forståelse av skillet mellom rykter og opplysninger var også uttalt i svensk teori (Sæbø side 154). Vi ser utifra dette at markedsmisbruksdirektivet baserer seg på den europeisk praksisen når man velger å legge avgjørende vekt på innholdet av informasjonen for å avklare om et tips skal karakteriseres som rykter eller om det er informasjon.

Kredittilsynet uttaler i et rundskriv at i forståelsen av ”precise nature” må det legges vekt på kildens nærhet til opplysningene (kredittilsynets rundskriv 14/2005 side 7).

Opplysningene trenger likevel ikke om å være begrunnede, detaljerte eller dokumenterte før man kan snakke om innsideinformasjon. Det vil, utifra juridisk teori, for eksempel være

tilstrekkelig med en opplysning fra ledende ansatt om at resultatet vil være bedre eller dårligere enn markedet forventer for at det foreligger innsideinformasjon. (Bergo s 285). Også i de tilfeller hvor man for eksempel vet om en hendelse som vil ha en klar negativ effekt på selskapets resultat, uten at man vet nøyaktig hvor stort utslaget blir, kan man snakke om innsideinformasjon som skal meddeles markedet.

Etter forarbeidene forutsetter man at tidligere praksis på området fremdeles vil være gjeldende rett når det gjelder forståelsen av presis informasjon (Ot. prp. nr 12 (2004-2005) side 17). Ettersom ordlyden er vesentlig endret på dette punktet, må man etter mitt syn være åpen for at rettspraksis i fremtiden kan avvike fra tidligere praksis. Om man imidlertid velger å legge tidligere forståelse til grunn, er det klart at det er opplysninger som er presise nok til å kunne påvirke kursen i en bestemt retning som er innsideinformasjon (Ot prp nr 29 (1996-1997) pkt 4.2.1.2). Dersom opplysningene ikke er ”presise” når det gjelder sannsynligheten for at de er positive eller negative for aksjekursen, vil opplysningene heller ikke være innsideinformasjon.

#### 2.4.3 Merkbar kurspåvirkning

De gamle reglene baserte seg på at børsnoterte selskaper måtte informere om forhold som *må antas å være av ikke uvesentlig betydning for kursen på selskapets aksjer*. Den sentrale praksis omkring spørsmålet var børsklagenemndas sak 1/1989 (Hydro- DnC). Spørsmålet her var om en avtale mellom Hydro og DnC var kurssensitiv i forhold til aksjer utstedt av Norsk Hydro. Nemnda uttalte at det måtte foretas en totalvurdering, der tre forhold kom særlig i betraktning: For det første måtte man se på sannsynligheten for at avtalen kunne oppfylles. For det andre skulle man vurdere den ”isolerte” økonomiske betydningen avtalen hadde for Norsk Hydro, og for det tredje skulle det legges vekt på avtalens strategiske betydning. Dette fordi avtalen sikret Norsk Hydro rett til ca 13% av aksjene i Saga, et konkurrerende oljeselskap. Saga hadde en vedtektsfestet stemmerettsbegrensning på 20%, og aksjeposten gav således stor innflytelse i selskapet. Til sammen ble dette til den såkalte kvalifikasjonslæren, der kurspåvirkningen må vurderes utifra en kombinasjon av sannsynlighetsgrad og betydning. Cecilie Østensen viser i en artikkel til amerikansk teori,

og mener at børsklagenemnda her stilte opp en "probability-magnitude"-standard, der man altså skal se både på sjanser og størrelse og til slutt gjøre en helhetsvurdering av forholdet (Østensen i Tidsskrift for forretningsjus 1998 nr 3).

Når det gjaldt sannsynligheten for at avtalen kunne oppfylles, uttalte børsklagenemnda at det var nok dersom det forelå en "rimelig mulighet" for kurspåvirkning. Børsforskriften brukte på dette tidspunkt kriteriet "*kan ha betydning*" om sannsynligheten for kursutslag. Ordlyden ble imidlertid endret i 1991 til "*må antas*" å ha betydning. Børsklagenemnda har uansett bygget videre på denne avgjørelsen i senere praksis, og man hadde etter hvert begynt å snakke om "realistisk mulighet" for at det skal inntreffe en ikke uvesentlig kurspåvirkning som kriterie for når opplysningsplikten inntreffer. Ordlyden etter lovendringen i 1991 pekte vel klart i retning av et høyere sannsynlighetskrav enn tidligere. Senere avgjørelser fra børsklagenemnda har imidlertid i juridisk teori blitt forstått dithen at regelen basert på Hydro-DnC-saken om "realistisk mulighet" innebar at selskapene ikke hadde informasjonsplikt dersom det for så vidt var mulig, men ikke særlig sannsynlig at det vil inntre ikke uvesentlige kursendringer. (Bergo s 108).

Med den nye børsforskriften, som sier at all innsideinformasjon skal offentliggjøres, er informasjonsplikten i utgangspunktet skjerpet. Ettersom man nå kun skal vurdere potensielle kursutslag gjennom en analyse av hva den rasjonelle investor vil benytte som beslutningsgrunnlag, er den "probability-magnitude"-standarden som man kunne stille opp etter Hydro-DnC saken ikke lenger gjeldende rett i seg selv. Det må imidlertid presiseres at forarbeidene legger til grunn at endringene fra tidligere praksis ikke vil være vesentlige, se Ot. prp. nr 12 (2004-2005) side 51. Østensen sier også at vurderingene etter en "probability-magnitude"-standard og en ren "kurspåvirknings"-standard ofte vil være sammenfallende (Østensen side 88). Den gamle teorien kan således fremdeles være relevant, noe jeg kommer tilbake til nedenfor. Ettersom de særlige reglene for informasjonsplikt nå er opphevet, må en drøftelse av hvordan de nye reglene skal forstås likevel ta utgangspunkt i innsidereguleringen.

Etter de nye reglene er stiller man opp som et vilkår for innsideinformasjon at opplysningene skal kunne ha en ”merkbar” påvirkning på kursen. I markedsmisbruksdirektivet er ordet ”significant” brukt, og man drøfter i forarbeidene hvorvidt dette skal oversettes til ”vesentlig” eller ”merkbar” i den norske implementeringen av loven (ot prp nr 12 (2004-2005) side 27). Finansdepartementet landet på ”merkbar”, og konkluderte med at ”norsk rett i all hovedsak er i samsvar med rammedirektivets materielle krav om merkbar kurspåvirkning”. (ibid. side 28). Dette reiste spørsmål om det i det hele tatt var nødvendig å endre ordlyden i dagjeldende lov. Særlig ble det fra Økokrims side påpekt at den nye bestemmelsen inneholdt mange skjønnspregede momenter til å være en straffesanksjonert regel. Departementet kom likevel frem til at ordlyden i reglene om innsidehandel burde fremstå som mest mulig i samsvar med originalteksten, men valgte likevel å oversette ”significant” med ”merkbar”. Dette er ikke en naturlig, språklig forståelse av ordet ”significant”. Direkte oversatt betyr ”significant” at kurspåvirkningen skal være vesentlig, mens ”merkbar” strengt tatt omfatter absolutt alle endringer av aksjekursen. Ekstra interessant er det å merke seg at Utenriksdepartementets offisielle oversettelse av MAD faktisk brukte ordet ”vesentlig” om ”significant”, mens Finansdepartementet i selve lovgivningsprosessen valgte å se bort fra dette (St. prp. nr. 77 (2003-2004) side 9).

Om man legger den tidligere praksis til grunn for tolkningen av ”merkbar”, vil nok forståelsen av reglene bli upåvirket av hvilket ord loven bruker. Den tidligere forståelsen av kravet til kurspåvirkning forutsatte at kursen måtte beveget seg i alle fall en prosent eller to før man hadde et utslag som kvalifiserte til innsideinformasjon. Hvor man velger å legge seg etter de nye reglene er uavklart, men jeg vil tro at ”merkbar” må tolkes innskrenkende slik at en tilsvarende kursbevegelse som tidligere legges til grunn.

Verdipapirhandelloven § 2-2 tredje ledd lyder etter dette slik:

*Med opplysninger som er egnet til å påvirke kursen til finansielle instrumenter eller tilknyttede finansielle instrumenter merkbar, menes opplysninger*

*som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning.*

Børsen forstår dette kravet til merkbar kurspåvirkning slik at det er forholdets potensiale for kurspåvirkning som er avgjørende, ikke om man faktisk får et utslag eller ikke (Børssirkulære 3/2005 side 6). Dette blir således en objektiv vurdering av opplysningen ”ex ante”, i forkant, og man finner også i forarbeidene til den gamle loven uttalt at avgjørende vil være om den alminnelige fornuftige investor ville tillegge opplysningen vekt dersom den inngikk i vedkommendes opplysningsgrunnlag. Spørsmålet blir så om dette er det samme som menes med ”benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning” etter den nye ordlyden. Opplysninger som en investor benytter som en del av sin investeringsbeslutning kan jo i prinsippet være alt mulig. Om det er all slags ”benyttelse” som omfattes, vil det etter mitt skjønn gi en dårlig sammenheng med det vesentlighetskriteriet vi innfortolket i ”merkbart” på bakgrunn av tidligere praksis og MADs ordlyd ”significant”. Kreves det derfor at vedkommende helt avstår fra å handle, eventuelt handler til en vesentlig eller merkbart annen kurs før han har ”benyttet” seg av informasjonen? Trolig må man innfortolke et slikt vesentlighetskriterium også her for å være i overenstemmelse med MAD, altså at innsideinformasjonen har en merkbar effekt på beslutningen.

Selve begrepet ”vanlig fornuftig investor” er hentet fra amerikansk juridisk teori (Østensen side 81-82), der man snakker om ”the average investor”. Denne objektive vurderingsnormen er etter endringene på denne måten tatt inn i lovteksten direkte. Den gamle definisjonen av innsidehandel i verdipapirhandelloven fra 2001 hadde ordlyden ”som er egnet til å påvirke kursen”, men som det fremgår av forarbeidene har det ikke vært meningen å gjøre endringer i det materielle innholdet av innsideregelen selv om man nå har tatt inn ordet ”merkbart” i tillegg. Det må imidlertid påpekes at det er dårlig samsvar mellom ordlyden i MAD og den norske loven på dette punktet. MAD snakker her om at det må være ”likely to have significant effect”, mens vphl § 2-2 på sin side krever at opplysningen skal være ”egnet” til å påvirke. ”Likely” og ”egnet” må etter mitt syn forstås



som to ulike sannsynlighetskriterier rent kvalitativt, ettersom ”likely” krever sannsynlighetsovervekt, noe ”egnet” ikke uten videre gjør. Kanskje burde ”egnet” forstås som tilsvarende direktivets tekst, men i praksis tror jeg imidlertid at dette blir overskygget av sannsynlighetsvurderingen for benyttelse.

Spørsmålet blir dermed hvilken sannsynlighet for benyttelse som faktisk kreves etter de nye reglene. Opplysninger som ”sannsynligvis” vil bli benyttet av en investor, kan etter ordlyden tolkes slik at kun opplysninger som har større sannsynlighet enn 50% for å bli benyttet av investorer, og dermed gi utslag på kursen, er innsideinformasjon.

Dersom den tidligere forståelsen skal legges til grunn kan man imidlertid ikke tolke lovteksten på denne måten. De gamle reglene om innsidehandel har blitt forstått slik at det ikke nødvendigvis kreves sannsynlighetsovervekt for kurspåvirkning før det er snakk om innsideinformasjon (Bergo side 290). Til gjengjeld rammer innsidere reglene ikke forhold hvor det er mulig, men ikke særlig sannsynlig at kurspåvirkning vil inntre (Ibid. side 290). Under forutsetning av at de nye reglene om innsideinformasjon blir forstått på samme måte som de gamle, er vi da i realiteten tilbake på regelen fra Hydro-DnC saken i 1989. Som nevnt ovenfor har børsklagenemndas praksis med bakgrunn i denne avgjørelsen stilt opp et vilkår om ”realistisk mulighet” for kurspåvirkning før man har informasjonsplikt. Sagt på en annen måte: ”Opplysninger som en alminnelig fornuftig investor sannsynligvis vil benytte som en del av grunnlaget for sin investeringsbeslutning” etter vphl § 2-2 tredje ledd, må etter tidligere praksis forstås dithen at man med dette mener alle opplysninger som det finnes en ”realistisk mulighet” for at en fornuftig investor vil kunne basere seg på ved handel i aksjen.

Også reelle hensyn taler for en slik forståelse av sannsynlighetskravet. Aksjekurser varierer mye utifra en lang rekke forhold og påvirkningsfaktorer, både markedsmessige så vel som selskapsspesifikke. Det vil derfor være langt vanskeligere å bevise at en opplysning har hatt avgjørende betydning for en investor enn å bevise at opplysningen har vært motiverende. Om dette er den tolkningen man lander på i rettspraksis gjenstår imidlertid å se.

#### 2.4.4 Ikke offentlig tilgjengelig eller allment kjent

Det er også en forutsetning for at vi skal kunne snakke om informasjonspliktig innsideinformasjon, at opplysningene ikke er offentlig tilgjengelig eller allment kjent.

Vanligvis skjer dette gjennom en melding i børsens meldingssystem. Det er imidlertid intet krav om at det er selskapet selv som må ha offentliggjort opplysningene for at de skal anses som offentlig tilgjengelige (Ot prp nr 29 (1996-97) side 26). Har f eks pressen eller et fagtidsskrift omtalt et forhold, må det antas å være offentlig tilgjengelig. En annen sak er at selskapet i mange tilfeller kan tenkes å måtte sende ut en presiserende børs melding, for å sikre at informasjonen er så fullstendig og korrekt som mulig. Typiske situasjoner kan f eks være dersom pressen mener at selskapet begynner å gå dårlig, og antyder at ledelsen jobber med å forberede en emisjon, uten at et informasjonspliktig vedtak er fattet. Man kan i slike tilfeller likevel spørre seg om selskapet har opptrådt tilstrekkelig aktsomt med informasjonen, og dette blir således raskt et spørsmål om selskapet skal ilegges et overtredelsesgebyr.

### **3 Når inntretr informasjonsplikten?**

Jeg vil i det følgende se nærmere på når informasjonsplikten inntretr ved ulike hendelser (pkt 3.1). Et forhold som særlig volder problemer er hendelser som vokser frem over tid, typisk ved forhandlinger eller lignende. Dette drøftes i punkt 3.2. Videre drøfter jeg unntakene for meldeplikt (pkt 3.3), før jeg til slutt gir en kort oversikt over sanksjonsreglene..

#### **3.1 Noen typiske hendelser**

Jeg vil i det følgende prøve å konkretisere ytterligere omkring når informasjonsplikten inntretr ved ulike forhold og hendelser. Drøftelsen vil ta for seg fem ulike situasjoner som i utgangspunktet vil være meldepliktige i de aller fleste tilfeller:

3.1.1 Budsjetter og estimer

3.1.2 Regnskapsopplysninger

3.1.3 Beslutninger fra selskapets organer

3.1.4 Transaksjoner

3.1.5 Andre, særegne forhold

Jeg vil ta for meg de ulike tilfellene suksessivt nedenfor. For en drøftelse av hvilke avtaler som er store nok eller av slik strategisk viktighet at de faller inn under meldeplikten, viser jeg til behandlingen under avsnitt 2.4.3 ovenfor om ”merkbar” kurspåvirkning.

##### **3.1.1 Budsjetter og estimer**

Etter den gamle forskriften var det slik at et børsnotert selskaps budsjetter, estimer, prognoser over fremtidig salgsutvikling mv var unntatt informasjonsplikt (Bergo side 113). Også etter de nye reglene vil dette bli videreført, og Oslo Børs sier klart at slik informasjon basert på offentlig tilgjengelig informasjon i seg selv ikke er innsideinformasjon (Børssirkulære 3/2005 side 7). Man viser blant annet til markedsmissbruksdirektivets foretale 31. avsnitt. Videre heter det at det vil være andre forhold knyttet til budsjetter og estimer

– typisk at de viser en strategiendring, innskrenkinger, utvidelser eller omlegginger av selskapets virksomhet – som utgjør innsideinformasjon. Dette synes etter min mening å gi god sammenheng med definisjonen av innsideinformasjon i verdipapirhandelloven § 2-2. I praksis vil det nok ofte være vanskelig å avgjøre om et budsjett har et slikt innhold at det er innsideinformasjon, men jeg vil anta at dette må gjelde ganske ofte. Selskapene arbeider grundig med sine salgs- og kostnadsbudsjetter i flere måneder før årsskiftet, og man vil dermed få en klar plan over hvilke markeder, produkter eller tjenester det skal satses på i det nærmeste året. I den grad dette indikerer en ny strategi eller en omleggelse av bedriftens satsningsområde, snakker vi altså om innsideinformasjon som i utgangspunktet er meldepliktig. Et oljeselskap kan f.eks. ha en produksjon på 200.000 fat per dag, og kan sette opp et budsjett for neste år med en forventet økning til 250.000 fat per dag. Dette vil nok da være en såpass stor utvidelse av virksomheten at det dreier seg om innsideinformasjon. I de fleste tilfeller vil man likevel være unntatt fra opplysningsplikt etter børsf § 5-3 i slike tilfeller, og dette kommer jeg tilbake til i pkt 3.3.

Noen selskaper ”guider” analytikere med estimer eller forventninger knyttet til potensialet til spesifikke prosjekter. Amerikansk rettsteori snakker om ”soft information” som egentlig ikke er opplysningspliktig, men som analytikere og investorer gjerne vil ha. Dette kan blant annet være slike ”forward-looking statements” som nevnt ovenfor. Etter amerikansk rett er imidlertid faren for søksmål stor dersom man ikke oppnår kommuniserte målsetninger. For å unngå dette offentliggjøres slike prognoser med ”safe harbour”-forbehold, som etter amerikansk rett fritar for ansvar dersom informasjonen som er offentliggjort ikke er helt uten realisme. En slik ”safe harbour statement” som forbehold for presentasjonmateriale kan se slik ut:

*This presentation includes “forward-looking” statements (defined in section 27a of the US Securities Act and section 21e of the U.S. Securities and Exchange Act of 1934 as all statements other than statements of historical facts) including, without limitation, those regarding the Company’s financial position, business strategy, plans and objectives for future operations. Such forward-looking statements involve known and unknown risks,*

*uncertainties and other factors which may cause the actual results, performance or achievements of the Company, or, as the case may be, the industry, to materially differ from any future results, performance or achievements expressed or implied by such forward-looking statements.*

*Such forward-looking statements are based on numerous assumptions regarding the Company's present and future business strategies and the environment in which the Company will operate. Among the important factors that could cause the Company's actual results, performance or achievements to materially differ from those in the forward-looking statements are, among others, the competitive nature of the markets, technological developments, government regulations, changes in economical conditions or political events.*

For en nærmere behandling av de amerikanske reglene på dette området viser jeg til Østensen i Tidsskrift for forretningsjuss 1998 nr 3 side 73 og 74. Det er imidlertid min oppfatning at en slik rapportering av fremtidige målsetninger, forventet vekst eller produksjon mv har blitt vanlig også blant enkelte selskaper på Oslo Børs.

Offentliggjøring av selve budsjettet for neste år er det derimot langt mer uvanlig å se i Norge. Oslo Børs vil uansett oppfatte en slik offentliggjøring som et forsøk på å "guide" markedet, noe som er en trend man særlig har sett i utlandet de siste årene. Det følger av børssirkulære 3/2005 side 8 samt reglene for god børsskikk i Børsforskriftens § 22-1 at slike uttalelser om fremtidsutsikter alltid må meldes til hele markedet. Når det gjelder kontakt med analytikere, anbefaler Oslo Børs at man prøver å formidle opplysningene i form av åpne presentasjoner (Børssirkulære 15/1999). Selv om ingen presis informasjon som er ny kommer frem, er det lett for at selskapet bevisst eller ubevisst formidler en "stemning" på slike presentasjoner ("vi er meget komfortable med situasjonen"). Det er klart uheldig om dette er informasjon reservert for noen få, og presentasjonene bør således være åpne for alle. I tillegg bør nok informasjonsmateriellet som blir gjennomgått på slike presentasjoner også offentliggjøres i form av en børsmelding.

### 3.1.2 Regnskapsopplysninger

Det følger av børsforskriftens § 6-2 at alle børsnoterte selskaper skal avlegge årsregnskap og delårsrapporter ved utløpet av hvert kvartal. Regnskapene avlegges i utgangspunktet etter vanlige, norske regnskapsregler, som inkluderer standarden god regnskapsskikk (vanligvis forkortet GAAP etter Generally Accepted Accounting Principles). Er selskapet notert på utenlandsk børs som krever at annen regnskapsskikk brukes, f eks US GAAP på New York-børsen, skal tall etter denne regnskapsskikken også sendes over til Oslo Børs senest samtidig med offentliggjøringen, jfr børsforskriftens § 6-6 femte ledd. Jeg går ikke nærmere inn på den regelmessige regnskapsrapporteringen her.

Spørsmålet blir likevel om det i enkelte tilfeller kan foreligge informasjonspliktig innsideinformasjon på et tidligere tidspunkt enn etter at regnskapet formelt sett er vedtatt. Regnskapsinformasjon er kanskje den viktigste kilden man har til en korrekt verdsettelse av et selskaps aksjer. I den grad de foreløpige tallene er tilstrekkelig presise og viser såpass store avvik fra det som er forventet i markedet at man kan regne med en merkbar kurspåvirkning, antar Oslo Børs at utgangspunktet må bli informasjonsplikt for slike forhold (Børssirkulære 3/2005 side 8). En annen sak er at man i slike tilfeller ofte vil oppfylle vilkårene for utsatt offentliggjøring (Børssirkulære 3/2005 pkt 3.6.3.4.) Vilkårene for utsatt offentliggjøring av informasjon drøfter jeg nærmere i punkt 3.3 nedenfor.

En annen problemstilling oppstår dersom selskapet har ”guidet” på resultat. Dette vil si at ledelsen i sine presentasjoner har antydnet en målsetning for omsetningen, eller et intervall for fremtidig resultat per aksje, f eks mellom 20 og 22 kroner per aksje for neste regnskapsår. I den grad slike opplysninger er offentliggjort, må de alltid korrigeres gjennom en såkalt ”profit-warning” dersom man likevel ikke treffer det resultat som er antydnet (Børssirkulære nr 4/2003). Bestemmelsene om resultatvarsel var tidligere inntatt som § 5-4 i børsforskriften, men er nå fjernet etter de nye reglene. Oslo Børs har signalisert at de vil ta en tilsvarende bestemmelse inn i handelsreglene, men jeg går ikke nærmere inn på dette her.

Det er et selvsagt krav til rapporteringen at de tallene som legges frem for markedet skal være korrekte. Børsforskriftens § 6-6 stiller også større krav enn norsk regnskapslovgivning når det gjelder oppsplitting på virksomhetsområder og sammenligning av tall fra tidligere år. Det har til og med hendt at børsen har stilt strengere krav til regnskapet enn selskapets revisor har gått god for, jfr CBK-saken (børsklagenemndas sak 1/1992). Her ble Christiania Bank og Kreditkasse ilagt et overtredelsesgebyr på åtte ganger kursnoteringsavgiften for brudd på informasjonsplikten. Saken var den at banken hadde rapportert en tapsavsetning i regnskapet for første kvartal 1991 på kroner 610 millioner. Børsstyret vurderte imidlertid saken slik at bankens ledelse på dette tidspunkt hadde tilstrekkelig kunnskap om at dette beløpet var vesentlig for lavt i forhold til det reelle beløp. Man uttalte at det ikke fritar for ansvar at konsernsjefen ikke hadde tilstrekkelige opplysninger om vesentlige forhold før han traff sin beslutning om hvor store tapsavsetninger som måtte tas. Et børsnotert selskap må således innrette sin organisasjon og sine rapporteringsrutiner slik at viktig informasjon om regnskapet når frem til ledelsen.

### 3.1.3 Beslutninger fra selskapets organer

Etter tidligere børsforskrift § 5-2 andre ledd første punkt skulle selskapet alltid informere om forslag og beslutning i styre, generalforsamling eller annet selskapsorgan vedrørende utbytte, forhøyelse eller nedsettelse av aksjekapitalen. Det samme gjaldt for forslag og beslutning om utstedelse av tegningsretter, opptak av lån med rett til å kreve utstedt aksjer i selskapet, samt opptak av ansvarlig lånekapital. Etter andre punkt skulle man ved kapitalforhøyelser og låneopptak særlig opplyse om garantikonsortier, og angi deres sammensetning og garantiforpliktelsenes innhold, samt evt forhåndstegning eller forhåndstildeling. Etter tredje punkt skulle man alltid melde avtaler av vesentlig betydning mellom selskapet og et annet selskap i samme konsern. Det samme måtte man gjøre med avtaler mellom selskapet og personer som var tilknyttet selskapet dersom avtalen etter sin art eller omstendighet var uvanlig for selskapet og/eller vedkommende person. Vi merker oss at dette ”alltid” skulle meldes, og meldeplikten gjaldt altså uansett om forholdet ble betraktet som uvesentlig for kursutviklingen. Spørsmålet blir da hvordan dette skal forstås etter de nye reglene.

Som oftest vil nok problemstillingen være fraværende. De fleste slike beslutninger fattet av selskapets beslutningsorganer vil være innsideinformasjon, og dermed meldepliktige også etter de nye reglene. Spørsmålet blir likevel om man likevel kunne unnlatt å informere om slike beslutninger, f.eks. dersom de ikke er egnet til å påvirke kursen merkbart. Jeg vil tro at svaret på generelt grunnlag må være nei. De opplysningene som det er informasjonsplikt for etter gamle § 5-2 annet ledd, er så viktige for vurderingen av selskapets verdi at jeg vanskelig kan tenke meg tilfeller som ikke faller inn under informasjonsplikten også etter de nye reglene. For selskaper noterte på Oslo Børs vil denne problemstillingen uansett falle bort, da børsen har signalisert at reglene vil tas inn i handelsreglene i løpet av høsten 2005 (Børssirkulære 3/2005 side 3). Jeg går derfor ikke nærmere inn på dette her.

#### 3.1.4 Særlig om fisjon, fusjon, avhendelse og oppkjøp (transaksjoner)

Jeg viser til meldeplikten for selskapsorganers beslutninger om fusjon eller fisjon i forrige punkt. Også avhendelse og oppkjøp vil etter de nye reglene alltid være kurspåvirkende, og dermed informasjonspliktige. Den gamle børsforskriften gikk imidlertid i § 5-3 lenger enn dagens regler i å spesifisere nøyaktig hvilken informasjon som var påkrevd ved større transaksjoner. Blant annet skulle det informeres om kjøpesum eller salgssum, oppgjørsform og finansiering, resultatregnskap og balanse for den ervervede eller avhendede virksomheten mv. Også innholdet av denne paragrafen videreføres trolig gjennom handelsregler på Oslo Børs selv om den nå er ute av selve forskriften. Informasjonen som skal gis til markedet ved transaksjoner vil dermed ikke bli endret eller by på ytterligere problemer for investorer og børsnoterte selskaper i forhold til tidligere praksis.

Det er imidlertid, slik jeg ser det, en klar svakhet ved den nye børsforskriften at man ikke har videreført den uttømmende forskriftsregelen direkte. Riktignok er man, i alle de tilfeller som gammel børsforskrift § 5-3 lister opp, godt innenfor ordlyden i den nye innsideregelen om opplysninger som kan ha en merkbar kurspåvirkning. Informasjonspliktens innhold er således ikke svekket. Jeg finner det likevel merkelig at man har valgt å ikke stille spesifikke krav til meldingens innhold i det nasjonale regelverket, men overlater dette til private aktører. En ting er at reglene vil bli vanskeligere tilgjengelige i handelsreglene enn i



børsforskriften, slikt må man tross alt forvente at de børsnoterte selskapene greier å håndtere. Viktigere er det etter min mening med signaleffekten. For å promotere norsk næringsliv som investeringsmulighet hadde myndighetene etter min mening sendt ut et viktig signal, særlig til store, utenlandske investorer, dersom detaljerte regler om informasjonsplikt hadde vært en del av nasjonal lovgivning. Så kan man selvfølgelig si at i et liberalisert kapitalmarked vil konkurransen mellom de ulike markedsplassene være så hard at selvreguleringen kommer til å fungere meget godt. Man kan imidlertid ikke legge skjul på at Oslo Børs har hatt rykte på seg for å være et mindre seriøst aksjemarked enn andre børser, særlig når det gjelder problematikken rundt innsidehandel mv. Jeg har ingen formening om det noen gang har vært mer utbredt med innsidehandel ved Oslo Børs enn andre børser, eller om det hele er en feilaktig myte. Det er likevel helt på det rene at dette ryktet har blitt hengende igjen, og et solid og presist regelverk er det første momentet som seriøse aktører vil spørre etter før de bestemmer seg for å gå tungt inn i det norske markedet. Til slutt kan det også trekkes frem at å sløyfe detaljerte regler for den umiddelbare opplysningsplikten gir temmelig dårlig sammenheng med prospektreglene. Visst er det så at børsforskriften har meget detaljerte krav om hvilken informasjon som skal sendes til aksjonærene ved transaksjoner som nevnt. Av prospektreglene som vi finner i børsforskriftens del fem, ser vi at det er en svært spesifikk regulering av hvilken informasjon som må offentliggjøres. Det tar imidlertid tid å utarbeide prospekter, og det er helt nødvendig at markedet får mye av denne informasjonen på et langt tidligere tidspunkt enn det som oppstilles i prospektreglene.

Som nevnt vil de innvendinger jeg har kommet med angående manglende videreføring av gammel børsforskrift § 5-3, ikke by på noen problemer for investorer på Oslo Børs når man etter hvert får tatt det spesifiserte kravet til informasjon ved transaksjoner inn i handelsreglene.

### 3.1.5 Andre, særegne forhold

Ved ulike faktiske omstendigheter som inntreffer, vil vurderingen om det foreligger innsideinformasjon som markedet skal opplyses om også her bero på en konkret vurdering utifra informasjonens potensielle kursrelevans. Eksempler på særegne forhold kan være driftsstans, ulykker eller uhell, pålegg fra offentlige myndigheter, mislighold eventuelt konkurs hos kontraktspartner eller lignende omstendigheter. Det sier seg selv at terskelen blir meget forskjellig fra selskap til selskap for når informasjonsplikten inntreffer, og utgangspunktet blir derfor en vurdering på bakgrunn av det tap eller den omsetningssvikt som kan påregnes. Imidlertid må man, som for meldeplikten ved avtaler eller kontrakter, også vurdere hendelsens strategiske betydning for selskapet dersom en uventet hendelse skulle inntre. Ett eksempel som kan illustrere dette er følgende hendelse fra virkeligheten:

Den 19. juli 2000 meldte det børsnoterte selskapet Petrolia Drilling (PDR) fra til markedet om et uhell ombord på sitt boreskip DS Valentin Shashin, som arbeidet på en toårskontrakt for det brasilianske oljeselskapet Petrobras. Under forberedelse til boring av en oljebrønn utenfor kysten av Brasil hadde man mistet utblåsningsventilen og stigerøret ned på havbunnen. Dissee måtte nå først heves og deretter repareres, og arbeidene ble således kraftig forsinket. Man meldte imidlertid fra om at selskapet var forsikret mot driftsavbrudd i opptil 180 dager med de 21 første dagene som egenandel. Tapet ville dermed bli begrenset til 21 dager med en dagrate på ca 750.000 kroner. Den direkte økonomiske konsekvensen kunne således se liten ut av meldingen, anslagsvis ca 15 mill kroner. PDR var imidlertid et relativt nystartet riggselskap med kun to enheter i drift på denne tiden, hvorav det aktuelle boreskipet var på sin aller første kontrakt. Det økonomiske omfanget var derfor klart av betydning for kursen på selskapets aksjer. Skipet kom ikke tilbake i full drift før i februar 2001. Den 25. mars 2002 var uhellet ute igjen. En kran var skadet, denne gang med estimert reparasjonstid på 20 dager. Igjen måtte man altså melde fra om driftsstans på skipet. Økonomisk sett var det direkte økonomiske omfanget også denne gang ca 15 millioner kroner. Investorer med kjennskap til oljebransjen så imidlertid umiddelbart at slike hendelser som selskapet hadde vært utsatt for med påfølgende kostbare forsinkelser, ville føre til sterk skepsis blant oljeselskapene med tanke på selskapets

leveringsevne og muligheten for fremtidige oppdrag. Sett i sammenheng med det forrige uhellet kunne konsekvensene dermed bli langt større denne gang. Risikoen knyttet til denne problemstillingen ble det imidlertid ikke opplyst noe om i børsmeldingen. Bare uker senere, den 15. april 2002, kom så en ny melding om at kontrakten med PetroBras var kansellert med øyeblikkelig virkning. Ryktene hadde da gått lenge om at noe slikt var påregnelig, og enkelte investorer hadde derfor vektet seg kraftig ned i forkant av meldingen. Bare i uken før 15. april var kursnedgangen i aksjen på ca 30 %.

Det hører med til historien at selskapet frem til dags dato fremdeles ikke har fått en eneste ny kontrakt på boreskipet etter disse to uhellene. Samlet økonomisk tap som følge av det siste uhellet har til nå beløpt seg til nærmere en halv milliard kroner, og Petrolia Drilling har vært på randen av konkurs ved flere anledninger. Etter min mening kan dette være en god illustrasjon på hvor viktig det er at selskapene er åpne om bransjespesifikke forhold, og gir nøktern, saklig og relevant informasjon rundt uhell og ekstraordinære omstendigheter som inntreffer. Eksempelet viser tydelig hvilke strategiske konsekvenser man faktisk risikerer i enkelte bransjer dersom man ikke greier å levere en tjeneste som avtalt. Nettopp slike opplysninger kan gi svært merkbare kursutslag i aksjen, og er dermed et godt eksempel på hendelser som klart faller inn under opplysningsplikten etter de nye reglene.

### **3.2 Særlig om forhold som vokser frem over tid**

Hendelser som vokser frem over tid reiser flere spørsmål når det gjelder informasjonsplikt. Typiske eksempler på forhold som vokser frem over tid kan være forhandlinger, anbudskonkurranser i flere runder osv. Eldre juridisk teori basert på Hydro-DnC saken viste også her til en ”probability-magnitude”-standard som nevnt ovenfor. Som tidligere nevnt gikk dette under betegnelsen ”kvalifikasjonslæren”. Børsklagenemnda har imidlertid i den såkalte Vital-saken (sak 1/1996) fremmet synspunkter som juridisk teori kaller ”mulighetslæren” (Bergo side 108). Etter de gamle reglene gikk denne læren kort sagt ut på at et forhold likevel kunne være meldepliktig, selv om sannsynligheten for at hendelsen skulle inntre var mindre enn at den ikke skulle inntre. Saken var den at ledelsen i Vital var

blitt kjent med et mulig overtakelsestilbud, uten at dette ennå var fremsatt. Børsforskriften hadde den gang en regel om at selskapet måtte informere om eventuelle overtakelsestilbud man var kjent med. Børsklagenemnda uttalte i den sammenheng at selve muligheten for at det kunne komme et bud på selskapet ”åpenbart” hadde kursrelevans og dermed var meldepliktig. En tilsvarende situasjon kan vi tenke oss ved anbudskonkurranser. Bare en opplysning om at selskapet har kvalifisert seg for deltakelse i konkurransen kan for enkelte, mindre selskaper være et tegn på at man blir tatt seriøst i et lovende marked og dermed ha en viss kurspåvirkende effekt.

Et eksempel fra Oslo Børs som illustrerer at også helt uforpliktende signaler om interesse om å kjøpe eller inngå et nærmere samarbeid med et børsnotert selskap kan være kurspåvirkende er Mindoro-prosjektet til Crew Gold Corp. Crew er et gruveselskap som sitter på en konsesjon for gruvedrift på øya Mindoro på Filippinene. For å utvikle konsesjonen til en produserende gruve, trengs det investeringer som er for store til at selskapet kan gjennomføre dem alene. Dette var informasjon som var velkjent i markedet. Crew mottok imidlertid den 4. juli 2005 et Memorandum of Understanding med det store kinesiske gruveselskapet Jilin JIEN (JIEN). Memorandumet inneholdt ingen annen forpliktende informasjon enn at JIEN skulle se nærmere på prosjektet sammen med Crew, og på et eventuelt senere tidspunkt inngå en forpliktende avtale dersom de fortsatt fant dette interessant. Aksjekursen i Crew reagerte imidlertid merkbart på nyheten om at man endelig hadde fått et av de store gruveselskapene interesserte i konsesjonen. Selv om interessen fra JIEN kanskje har lavere enn 10% sannsynlighet for å ende i en forpliktende avtale av merkbar økonomisk verdi for Crew, var derfor dette et forhold som helt klart er meldepliktig.

Etter de nye reglene er det altså kun forhold som er egnet til å påvirke kursen merkbart, med andre ord opplysninger som en fornuftig investor sannsynligvis vil benytte, som skal vurderes som informasjonspliktig innsideinformasjon. Vurderingen av når disse kriteriene er oppfylt kan imidlertid være vanskelig for ledelsen i et børsnotert selskap, og særlig når det gjelder forhold som vokser frem over tid. Det er god grunn til å understreke at man må

være meget påpasselig med å overholde informasjonsplikten. Børsklagenemnda har ved flere anledninger understreket at informasjonsplikten er objektiv, se blant annet CBK-saken (sak 1/1992). Det er ingen unnskyldning at selskapets ledelse tar feil i vurderingen av om opplysningen er kursrelevant eller at man ikke har greid å få informasjonen helt til topps i systemet.

Det kan se ut som om Oslo Børs mener at pågående forhandlinger ikke blir informasjonspliktig før sannsynligheten for at de fører frem overstiger 50% (Børssirkulære 3/2005 side 7). En slik kategorisk regel kan jeg ikke se er i samsvar med det rettslige utgangspunktet i vphl § 2-2 om informasjonsplikt for all innsideinformasjon som er egnet til å påvirke kursen merkbart. Som jeg kommer tilbake til i pkt 3.2.3 nedenfor kan det godt tenkes at 50% sannsynlighet for at forholdet materialiserer seg kan være en god rettesnor i mange tilfeller. Etter mitt syn må imidlertid vurderingen av når informasjonsplikten inntreffer være konkret i hvert enkelt tilfelle når det gjelder forhandlinger eller andre fremvoksende forhold. Oslo Børs har på sin side publisert retningslinjer for hva de mener er de viktigste kriteriene som må vurderes i spørsmålet om når informasjonsplikten inntreffer ved forhold som vokser frem over tid (ibid. side 7). Jeg vil i det følgende se på disse retningslinjene:

### 3.2.1. Virkningen av informasjonen i forhold til totaliteten av utsteders virksomhet

Det første av momentene man skal legge vekt på ved spørsmålet om forhold som vokser frem over tid er informasjonspliktig, er den antatte virkningen informasjonen vil ha på aksjekursen vurdert i lys av samlet økonomisk virksomhet. Som nevnt ovenfor er kanskje kvalifikasjonslæren som ble utviklet av Hydro-DnC saken i seg selv ikke så relevant lenger. Utgangspunktet må nå bli at innsideinformasjon kan være alle tenkelige opplysninger som kan endre markedets oppfatning av selskapets verdi, og at vurderingen skal foretas objektivt ”ex ante”, det vil si i forkant av meldingen og etter en objektiv standard (Børssirkulære 3/2005 side 7). Dermed er det ikke sagt at selve tankegangen fra Hydro-DnC saken har blitt helt irrelevant, jfr drøftelsen ovenfor i pkt 2.4.3 om likhetene i de vurderinger som må gjøres uavhengig om man tar utgangspunkt i en ”probability-magnitude”-standard eller en ”direkte kursrelevans”-standard. Jeg mener på bakgrunn av

dette at Hydro-DnC saken fremdeles kan gi gode holdepunkter for en konkret drøftelse av de enkelte hendelsers kurspåvirkende potensiale.

Avtalens isolerte økonomiske betydning vil udiskutabelt måtte veie tungt i vurderingen av potensialet for merkbar kurspåvirkning. En avtale om et salg i størrelsesorden 25 millioner kroner kan være svært betydelig for ett selskap, og helt ubetydelig i den store sammenhengen for et annet selskap. Her må det følgelig foretas en konkret vurdering i det enkelte tilfelle. I Hydro-DnC saken uttalte for eksempel børsklagenemnda at den direkte økonomiske påvirkningen kun var meldepliktig for DnC og ikke for Norsk Hydro. Verdien av avtalen utgjorde bare 0,7% børsverdien for Norsk Hydro, mot over 10% av verdien for DnC. Børsklagenemndas praksis har ikke gått nærmere inn på nøyaktig hvor grensene går for at forholdet skal være meldepliktig, og det er vel et temmelig åpent spørsmål hvor man befinner seg etter de nye reglene. Jeg vil anta at grensen vil måtte trekkes i nedre del av dette intervallet, kanskje allerede ved en mulighet for 1-3 prosents kursendring, jfr ordlyden ”merkbar” og drøftelsen av dette i pkt 2.4.3 ovenfor. Fremtidig praksis eller mer presise retningslinjer fra Oslo Børs må imidlertid til før man får en endelig avklaring her.

Spørsmålet om når informasjonsplikten inntreffer i ved forhandlinger om avtaler av betydelig verdi vil, slik jeg ser det, måtte løses basert på en konkret vurdering av når forholdet er å anse som innsideinformasjon.

### 3.2.2 Andre variabler knyttet til kursen og som kan påvirke denne

Det andre momentet Oslo Børs legger vekt på er andre variabler knyttet til kursen. Dette momentet ble også drøftet i Hydro-DnC saken, og spørsmålet blir dermed om forholdet er av strategisk eller på annen måte viktig betydning. Det sier seg selv at dersom så er tilfelle, vil dette være et meget viktig moment i vurderingen av om en opplysning kan påvirke aksjekursen merkbart. Alle momenter som kaster lys over hvorvidt selskapet lykkes med å gjennomføre sine planer og strategier vil således være innsideinformasjon etter vphl § 2-2. At denne ene kontrakten meldingen omtaler i seg selv er av liten verdi, vil under disse

omstendighetene være uten betydning. Kanskje er det slik at akkurat denne avtalen åpner dørene til et nytt marked eller på annen måte representerer et gjennombrudd for bedriften. Eller man kan være rammet av nedgangstider og ordretørke, men vinner likevel en kontrakt på bekostning av konkurrentene. Selv om den økonomiske verdien av akkurat denne avtalen kan være liten, vil dette likevel sende et sterkt signal om at selskapet har de beste produktene eller den mest effektive organisasjonen. Dette er sterkt kurssensitiv informasjon med tanke på fremtidig inntjening. Utgangspunktet er således full informasjonsplikt også for små avtaler dersom de har strategisk betydning, og jeg vil tro at informasjonsplikten i mange av disse tilfellene inntreffer lenge før sannsynligheten for suksess er 50%.

### 3.2.3 Vurdere om de forhold som hendelsen eller informasjonen bygger på eksisterer eller med rimelighet kan forventes å inntreffe.

Hovedsynet til Oslo Børs er videre at informasjonsplikten inntreffer i det sannsynligheten for at forhandlingene fullføres er større enn at de ikke gjør det. Dette er vel også en videreføring av tidligere regler på området. I børsklagenemndas sak 4/1990 (Aker-Veidekke) var faktum at Aker sommeren 1990 forhandlet om salg av aksjer i et datterselskap til en investorgruppe ledet av Veidekke. Endelig kjøpsavtale var undertegnet den 23. august 2000, og ble endelig godkjent av styrene den 3. september samme år. Imidlertid ble Oslo Børs gjort oppmerksomme på at det hadde eksistert et memorandum datert allerede den 13. juli, og som var undertegnet av begge selskapers administrerende direktører. Av dette memorandumet gikk det frem at man allerede på dette tidspunktet var enige om alle de vesentligste forhold vedrørende transaksjonen. Børsstyret mente på bakgrunn av dette at informasjonsplikten hadde inntrådt allerede den 13. juli. Børsklagenemnda gav sin tilslutning til dette, og uttrykte i sitt vedtak at spørsmålet om når informasjonsplikten inntreffer ikke beror på når endelig kjøpsavtale ble undertegnet, men om memorandumet var av en slik rettslig og innholdsmessig karakter at markedet skulle ha blitt informert om forholdet.

Utgangspunktet etter de gamle reglene om informasjonsplikt ved forhandlinger blir dermed at informasjonsplikten inntreffer når sannsynligheten for at en avtale kommer i stand passerer 50 prosent. Jeg viser likevel til drøftelsen av "mulighetslæren" i pkt 3.2 ovenfor. Det er forholdets mulighet for å påvirke kursen som skal vurderes. Informasjonsplikten vil således, om enn i mer spesielle tilfeller som f.eks. ved oppkjøp eller lignende store hendelser, inntreffe lenge før man når 50 prosent sannsynlighet for at forhandlingene vil føre frem. Spørsmålet man må stille seg blir imidlertid hva man gjør i slike tilfeller etter det nye regelverket.

Tidligere, da man hadde separate regler for informasjonsplikt og innsideinformasjon, var det også slik at reglene om innsideinformasjon trådte i kraft umiddelbart etter at en henvendelse var gjort. Denne henvendelsen kunne være så forsiktig som en personlig og uformell henvendelse mellom administrerende direktører, styreledere eller lignende for å "luften" et forslag om vennligsinnet oppkjøp, fusjon eller lignende. Alle som etter hvert fikk kjennskap til saken ble fortløpende registrerte som innsidere med handelsforbud, men dette fikk ingen konsekvenser for informasjonsplikten til markedet. Dersom begge parter var interesserte i å gå videre med forslaget, kunne man således forhandle uforstyrret helt frem til det forelå sannsynlighetsovervekt for at planene ville føre til konkrete resultater før informasjonsplikten slo inn.

Etter de nye reglene blir utgangspunktet som nevnt at all innsideinformasjon skal meddeles markedet. Innsideinformasjon ved forhandlinger om fusjoner, oppkjøp eller lignende vil fremdeles foreligge umiddelbart etter at første henvendelse er gjort i sakens anledning. Spørsmålet blir i så fall om man får en viss utsettelse for informasjonsplikten i slike tilfeller, noe jeg drøfter i neste avsnitt.



### 3.3 Utsettelse av offentliggjøring på visse vilkår

Selv om utgangspunktet som nevnt er en regel om ”uoppfordret og umiddelbar” offentliggjøring av innsideinformasjon, kan selskapene etter børsforskriftens § 5-3 første ledd utsette offentliggjøringen på nærmere angitte vilkår:

#### **§ 5-3. Utsatt offentliggjøring mv.**

*Selskapet kan utsette offentliggjøring av opplysninger som nevnt i § 5-2 første ledd for ikke å skade sine legitime interesser, forutsatt at allmennheten ikke villedes av utsettelsen og opplysningene behandles konfidensielt, jf. verdipapirhandelloven § 2-4.*

Det er altså tre vilkår som alle må være oppfylte for at utsettelse skal kunne finne sted: For det første at offentliggjøring straks vil skade selskapets legitime interesser, for det annet at allmennheten ikke blir villedet av utsettelsen, og for det tredje at opplysningene må kunne behandles konfidensielt. Vurderingen av om vilkårene er til stede påhviler selskapene, det er ikke etablert noe organ som skal forhåndsgodkjenne en slik utsettelse. Det er heller ikke tatt inn en plikt til å orientere børsen om at viktig informasjon nå er unndratt offentliggjøring. Dette er etter min mening en svakhet ved de nye reglene, da børsen helst skulle hatt anledning til å følge handelen i aksjen ekstra nøye dersom man visste at det var ting på gang. Børsen kunne også gitt tilbakemelding til selskapet dersom den mente at forholdet ikke kvalifiserte til utsettelse. Oslo Børs har derfor oppfordret selskapene til å melde fra ved utsatt offentliggjøring, begrunnet med at dette er en ordning som har fungert godt i tidligere praksis og som er med på å styrke børsens tillit i markedet, særlig dersom man skulle oppleve en situasjon med lekkasje av sensitiv informasjon (Børssirkulære 3/2005 side 11).

Regelen er likevel at beslutningen tas av selskapet selv, på selskapets eget ansvar. Skulle det i ettertid vise seg at vilkårene for utsettelse ikke var til stede, vil selskapet kunne sanksjoneres med et overtredelsesgebyr, jfr børsforskriftens § 25-5. Det går frem av Kredittilsynets høringsnotat at adgangen til utsettelse er ment å være snever (Kredittilsynets

høringsnotat side 17), og det heter også at selskapene må foreta en avveining mellom sitt behov for konfidensialitet og markedets behov for informasjon. På bakgrunn av dette mener jeg at hovedregelen vil være at all informasjon knyttet til den løpende driften offentliggjøres, og at børsforskriftens § 5-3 er ment å være en regel til bruk kun i spesielle situasjoner. Jeg kommer tilbake til dette nedenfor, og vil nå se nærmere på de tre vilkårene som må være oppfylte for at en utsettelse skal kunne finne sted:

### 3.3.1 Legitime interesser

”Legitime interesser” forklares nærmere i andre ledd som *typisk relatert til*

*a) Pågående forhandlinger og tilhørende omstendigheter hvor resultat eller normal gjennomføring må forventes å bli påvirket av offentliggjøring.*

*I særdeleshet der selskapets finansielle situasjon er alvorlig og umiddelbart truet uten at det er besluttet å begjære gjeldsforhandling eller at selskapet er insolvent, kan offentliggjøring utsettes for en begrenset periode, dersom offentliggjøring vil skade eksisterende og potensielle aksjonærs interesser ved å undergrave utfallet av spesifikke forhandlinger som skal sikre selskapets langsiktige finansielle situasjon.*

*b) Beslutninger eller kontrakter som krever godkjenning av et annet selskapsorgan for å tre ikraft som følge av selskapets organisering, forutsatt at offentliggjøring av den ikke endelige beslutningen eller kontrakten sammen med opplysning om at endelig godkjenning ennå mangler, vil kunne villedde allmennhetens korrekte vurdering av forholdet.*

Vi ser at forskriften selv nevner blant annet forhandlinger som en legitim interesse. Dette kan være forhandlinger om fusjoner, oppkjøp, strategiske forhold ellers mv. Det forutsettes at de pågående forhandlingene må forventes påvirket av offentliggjøringen, altså en sannsynlighetsovervekt for negativ innvirkning på resultatet før det er tillatt å utsette offentliggjøringen. Et spesialtilfelle som ”i særdeleshet” trekkes frem som grunnlag for utsettelse, er forhandlinger om selskapets finansielle situasjon, jfr forskriftens § 5-3 annet

ledd bokstav a. Dette alternativet gir selskapet informasjonsutsettelse i en ”begrenset periode” for å forhandle med sine kreditorer og prøve å få til en refinansiering. Så kan man spørre seg hvor lenge denne begrensede perioden kan være. Oslo Børs uttaler at dette er vanskelig å si noe konkret om, men at man må få den nødvendige tid til å gjennomføre forhandlingene, men ikke så lenge som til alle finansieringsalternativer er utprøvd. Det må altså være en viss sannsynlighet for at forhandlingene vil resultere i en løsning for at man skal kunne få utsettelse.

Det siste eksempelet i § 5-3 annet ledd er beslutninger eller kontrakter som krever godkjenning av et annet selskapsorgan for å tre i kraft. Det følger av forarbeidene at godkjenningen må være et resultat av selskapets organisering, ikke en konsekvens av avtalen mellom partene (Kredittilsynets høringsnotat side 19). Ett eksempel er f.eks. allmennaksjeloven § 6-14, som krever at beslutninger som går utover den daglige driften av selskapet som utgangspunkt skal avgjøres av styret. Styrebehandlingen må likevel være en reell beslutning. Dette betyr at det må være en viss sjanse for at beslutningen eller avtalen kan bli avvist. Der beslutningen er en ren formalitet, f.eks. fordi administrasjonen har forhandlet frem et resultat med støtte i en fullmakt, vil informasjonen måtte offentliggjøres umiddelbart.

Listen i § 5-3 er ikke uttømmende, og andre forhold kan også være legitime interesser. I Kredittilsynets høringsnotat nevnes omstruktureringer der endringene må drøftes med representanter for de ansatte først, eller forskningsresultater det ennå ikke er oppnådd rettsvern for som to andre eksempler på legitime interesser (høringsnotatet side 17). Oslo Børs antar på sin side at en beslutning i ett børsnotert selskap om å selge en større aksjepost i et annet børsnotert selskap også vil være mulig å utsette under henvisning til legitime interesser. Dette begrunnet med at prisen på aksjene sannsynligvis vil falle dersom det blir kjent for markedet på forhånd. (Børssirkulære 3/2005 side 12).

Hensynet bak regelen om at informasjon kan utsettes ved ”legitime interesser” er en beskyttelsestanke, der man prioriterer selskapet og dets aksjonærer foran resten av

markedet, selv om det da er stor fare for at det foretas handel på uriktig grunnlag. Etter den tidligere regelen om informasjonsplikt, har det fra Oslo Børs' side vært fast praksis å prioritere markedets behov for informasjon foran selskapets behov for hemmelighold (Børssirkulære 3/2005 side 11). Det skal fortsatt foretas en slik avveining, og Kredittilsynet uttaler i sitt høringsnotat at for å utsette offentliggjøring må det *foreligge en kvalifisert interesseovervekt i foretakets favør, det vil si at foretakets behov for konfidensialitet må veie klart tyngre enn markedets behov for informasjon* (høringsnotatet side 17).

Regelen om når informasjonsplikten senest inntreffer ved forhandlinger om fusjoner, oppkjøp eller andre, store hendelser, er således når selskapet ikke lenger har en legitim interesse av å holde tilbake informasjonen. Dette vil igjen være en vurdering av sannsynlighetsgraden for at forhandlingsresultatet skal bli påvirket av offentliggjøringen.

### 3.3.2 Allmennheten må ikke villedes

Det andre vilkåret for utsettelse av offentliggjøringen, er at allmennheten ikke blir villedet som en følge av dette. Dette kan i utgangspunktet virke som en selvmotsigelse, da all handel som er foretatt i den perioden informasjon er unntatt offentliggjøring vil være gjort på et ufullstendig grunnlag. Kredittilsynet sier i sitt høringsnotat at vilkåret som er tatt inn i § 5-3 gjelder en mer kvalifisert villedelse enn den villedelsen som alltid følger av hemmelighold (høringsnotatet side 15). Vilkaåret tar eksempelvis sikte på å beskytte investorer mot de tilfeller der tilbakeholdelse av enkelte detaljer skaper et feilaktig inntrykk av børsmeldingen som helhet. Vilkaåret vil også hindre utsettelse av offentliggjøring i de tilfeller der markedet har en berettiget forventning om at noe vil skje innen en viss tid, f.eks. der dette har blitt meldt tidligere, men hvor nye forhold har oppstått og gjort den tidligere informasjonen uriktig (Børssirkulære 3/2005 side 14). Oslo Børs presiserer likevel at man må vurdere om informasjonen som meldes er spesifikk nok til at den alminnelig fornuftige investor kan trekke konklusjoner med hensyn til den mulige kurspåvirkningen (ibid side 7).

### 3.3.3 Opplysningene må kunne behandles konfidensielt

Det tredje og siste vilkåret for å kunne utsette offentliggjøringen av informasjon, er at opplysningene må kunne behandles konfidensielt. Teksten i børsforskriftens § 5-3 henviser til vphl § 2-4, som pålegger taushetsplikt for enhver som har innsideinformasjon:

#### *§ 2-4. Taushetsplikt og tilbørlig informasjonshåndtering*

*Den som har innsideinformasjon må ikke gi slike opplysninger til uvedkommende.*

*Den som har innsideinformasjon plikter i sin behandling av slike opplysninger å utvise tilbørlig aktsomhet, slik at innsideinformasjonen ikke kommer i uvedkommendes besittelse eller misbrukes. Utsteder av finansielle instrumenter og andre juridiske personer som regelmessig er i besittelse av innsideinformasjon, skal ha rutiner for sikker behandling av innsideinformasjon*

Det sier seg selv at offentliggjøring ikke kan utsettes dersom slik taushetsplikt som oppstilles etter vphl § 2-4 ikke er mulig, da dette ville uthule hele tanken om likebehandling av investorene. Verdipapirhandelloven har derfor klare regler for å registrere hvem som sitter på innsideinformasjon, slik at det i ettertid er lett å kontrollere at misbruk av fortrolige opplysninger ikke har forekommet. Dette faller imidlertid utenfor denne oppgaven.

Men spørsmålet blir da hva man skal gjøre dersom opplysningene ikke lenger kan behandles konfidensielt, for eksempel dersom det er stor fare for at opplysningene er i ferd med å bli kjent i markedet. Regelen som vi finner i børsforskriftens § 5-3 fjerde ledd vil være full offentliggjørelse umiddelbart, og dette må vel tolkes strengt etter ordlyden. Det er selskapets eget ansvar å påse at innsideinformasjon holdes hemmelig, og dette innebærer også en plikt til å reagere øyeblikkelig ved mistanke om eller fare for lekkasjer. Vi kan for eksempel tenke oss en situasjon der man har et mulig produserbart funn i en oljebrønn. Dette vil bli meldt til markedet etter at funnet er verifisert, det vil si etter at brønnen er sementert, mekanisert og prøveproduksjon har funnet sted. Før den tid vil imidlertid flere

og flere personer få kjennskap til funnet og eventuell drivverdighet ettersom boringen skrider frem. Nøkkelpersonell har også muligheter for å gjøre seg opp en formening om størrelsen på reservoaret basert på elektronisk logging under boringen, altså lenge før offisiell informasjon når resten av markedet. Det er viktig å huske på at også denne typen opplysninger er innsideinformasjon etter definisjonen i vphl § 2-2, og informasjonen må derfor offentliggjøres om det ikke lenger er mulig å holde den hemmelig.

Risikoen for at innsideinformasjon skal komme uvedkommende i hende vil øke med antall personer som kjenner til forholdene og hvor lang tid utsettelsen tar. Oslo Børs anbefaler derfor at man vurderer å sende ut en såkalt minimumsmelding der de mest sensitive forholdene fremkommer, for på den måten å unngå den største faren for misbruk av fortrolig informasjon. Så kan man heller utsette offentliggjøringen av den mer konkrete innsideinformasjonen. Som nevnt i punkt 3.3.2 må man imidlertid være meget påpasselig, slik at markedet ikke villedes når man tilbakeholder slike enkeltopplysninger. Enten man skal holde tilbake all informasjon eller bare enkelte detaljer, er det uansett svært viktig å hele tiden være forberedt på å måtte informere markedet umiddelbart dersom innsideinformasjon skulle stå i fare for å lekke ut i markedet. Her må selskapet ha en konkret og gjennomtenkt plan for hva det kan forventes å måtte informeres om på kort varsel, ellers kan man fort risikere at lik informasjon ikke kommer tidsnok ut til alle aktørene i markedet.

#### **4 Konklusjon**

Drøftelsen kan oppsummeres med at man etter de nye reglene har forsøkt å harmonisere børsnoterte selskapers informasjonsplikt med innsidebestemmelsene. Man får dermed enkelte vurderingsspørsmål vedrørende hva det må informeres om og når informasjonsplikten inntreffer. Hovedregelen blir heretter at all innsideinformasjon skal offentliggjøres uoppfordret og umiddelbart. Det finnes imidlertid visse unntak fra dette utgangspunktet, særlig viktig er regelen om mulig utsatt offentliggjøring for å beskytte selskapets legitime interesser.

Forarbeidene forutsetter at tidligere praksis på området kan videreføres som gjeldende rett også etter regelendringen. Dette er imidlertid et uavklart spørsmål slik jeg ser det.

## 5 Litteraturliste

- Bergo, Knut. *Børs- og verdipapirrett*. Oslo, 2004
- Kredittilsynet. *Rundskriv nr 14/2005 Om verdipapirhandelloven kap 2 og 3.*
- Kredittilsynet. *Høringsnotat. Begrenset revisjon av børsforskriften – implementering av EUs markedsmisbruksdirektiv.*
- Oslo Børs. *Børssirkulære 15/1999. Børsnoterte selskapers kontakt med analytikere.*
- Oslo Børs. *Børssirkulære 3/2000. Anbefaling om å offentliggjøre opplysninger etter børsforskriften.*
- Oslo Børs. *Børssirkulære 3/2002. Ny rutine vedrørende børsmeldinger.*
- Oslo Børs. *Børssirkulære 4/2003. Retningslinjer for selskapers håndtering av informasjon om fremtidsutsikter.*
- Oslo Børs. *Børssirkulære 3/2005. Nye regler om informasjonsplikt mv.*
- Ot. prp. nr 29 (1996-97): Om verdipapirhandellov.
- Ot. prp. nr 12 (2004-05): Om lov om endringer i verdipapirhandelloven og enkelte andre lover (gjennomføring av markedsmisbruksdirektivet).
- Ryel, Marius. *Børsens kontroll av aksjerettslige forhold*. Tidsskrift for forretningsjuss. 1995 nr 1 side 63-78.
- Sæbø, Rune. *Innsidehandel med verdipapir*. Bergen, 1995
- Østensen, Cecilie. *Børsnoterte selskapers løpende opplysningsplikt*. Tidsskrift for forretningsjuss. 1998 nr 3 side 43 -108.